

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI
VARIABEL *INTERVENING* PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERGABUNG DALAM DAFTAR
EFEK SYARIAH**



**Disusun sebagai salah satu syarat menyelesaikan Program Studi Strata II pada Jurusan
Magister Manajemen**

Sekolah Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Surakarta

Oleh :

Any Novianti

P 100 150 007

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
SEKOLAH PASCASARJANA
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SURAKARTA**

2018

HALAMAN PERSETUJUAN

**Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan
Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan
Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel *Intervening*
Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tergabung Dalam
Daftar Efek Syariah**

PUBLIKASI ILMIAH

Oleh:

Any Novianti

P100150007

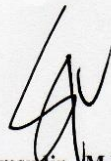
Telah diperiksa dan disetujui untuk diuji oleh:

Dosen Pembimbing I



Imronudin, S.E., M.Si., Ph.D.

Dosen Pembimbing II



Dr. Syamsudin, M.M

HALAMAN PENGESAHAN

**ANALISIS KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING* PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERGABUNG DALAM DAFTAR
EFEK SYARIAH**

OLEH

ANY NOVIANTI

P100150007

Telah Dipertahankan didepan dewan Penguji

Program Studi Magister Manajemen

Universitas Muhammadiyah Surakarta

Pada hari Jumat, 02 Februari 2018

dan dinyatakan telah memenuhi syarat

Dewan Penguji

1. Imronudin, S.E., M.Si., Ph.D

(Ketua Dewan Penguji)

2. Dr. Syamsudin, M.M.

(Anggota I Dewan Penguji)

3. Drs. Wiyadi, M.M., Ph.D

(Anggota II Dewan Penguji)

Direktur,



Prof. Dr. Bambang Sumardjoko

PERNYATAAN

Dengan ini, saya menyatakan bahwa dalam naskah publikasi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjaan strata II di suatu perguruan tinggi dan sepanjang pengetahuan saya tidak ada karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain kecuali dalam naskah dan disebutkan dalam daftar pustaka.

Apabila kelak terbukti ada ketidakbenaran dalam pernyataan saya ini, maka saya akan bertanggung jawab sepenuhnya.

Surakarta, 22 Januari 2018

Penulis



Any Novianti, S.E.Sy.

P 100 150 007

ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERGABUNG DALAM DAFTAR EFEK SYARIAH

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening. Sampel pada penelitian ini adalah sejumlah 73 perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah tahun 2012-2016. Teknik dalam pengambilan sampel penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen, struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai variabel intervening dan nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q*. Analisis dalam penelitian ini menggunakan regresi linier berganda yang sebelumnya telah dilakukan uji asumsi klasik. Hasil penelitian ini untuk model pertama menunjukkan hasil bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal, Untuk model kedua menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Untuk struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan struktur modal bukan termasuk variabel intervening dalam penelitian ini, karena dari hasil sobel test, struktur modal tidak memediasi hubungan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Kepemilikan Manajerial. Kepemilikan Institusional, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of managerial ownership and institutional ownership on firm value with capital structure as intervening variable. Sample in this research is a number of 73 manufacturing companies incorporated in the List of Sharia Securities in 2012-2016. Techniques in sampling this study using purposive sampling. Managerial ownership and institutional ownership as independent variables, capital structures proxied with Debt to Equity Ratio (DER) as intervening variables and firm values proxied by Tobin's Q. The analysis in this study used multiple linear regression which has been done classical assumption test. The results of this study for the first model show the result that managerial ownership and institutional ownership have no effect on capital structure. For the second model shows that managerial ownership and institutional ownership have a negative and significant effect on company value. For the capital structure does not affect the firm's value and capital structure is not included intervening variable in this study, because from the result of the test, the capital structure does not mediate the relationship of managerial ownership and institutional ownership to firm value.

Keywords: Managerial Ownership. Institutional Ownership, Capital Structure and Corporate Values

1. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan yaitu kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan, sebagai gambaran dari masyarakat terhadap perusahaan melalui proses kegiatan dalam kurun waktu beberapa tahun sampai saat ini sejak perusahaan tersebut didirikan (Sukirni, 2012). Untuk meningkatkan nilai perusahaan, pastilah harus ada kerja sama antara pihak manajemen dengan pihak lain yang meliputi *shareholder* ataupun *stakeholder*. Akan tetapi kenyataannya penyatuan kepentingan kedua belah pihak tersebut sering kali menimbulkan masalah, yang disebut dengan masalah agensi (*agency problem*).

Struktur kepemilikan dianggap berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena mampu memberikan kontrol dari pemegang saham untuk mencapai tujuan perusahaan. Menurut Rahayu, (2005), terdapat beberapa metode yang dianggap mampu mengurangi permasalahan agensi serta menurunkan biaya yang berhubungan dengan agensi, salah satunya yaitu dengan melakukan pengendalian eksternal. Kepemilikan institusional merupakan salah satu bagian dari pengendalian eksternal. kepemilikan institusional mampu mengurangi *agency problem* melalui system monitoring yang dilakukan oleh pihak investor institusional (Bernandhi, 2013). Dengan adanya monitoring tersebut diharapkan dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, karena semakin besar kepemilikan institusional, maka akan semakin besar pula pengawasan yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap jalannya perusahaan. Ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nuraia (2012), yang hasilnya kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial, juga berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut Chiristiawan dan Tarigan (2007) dalam Apriada (2013) kepemilikan manajerial merupakan situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan yang dapat diartikan juga sebagai pemegang saham perusahaan. Adanya kepemilikan manajerial akan mendorong pihak manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, hal itu karena pihak manajemen juga ikut memiliki perusahaan. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan dapat meningkatkan kepercayaan investor, hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu, Topowijono, dan Sulasmiyati (2016).

Kemudian, menurut Nickell *et.al.*, (1997) dalam Rina (2012) faktor modal juga dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan untuk meningkatkan laba dalam perusahaan yang nantinya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Terdapat dua sumber modal, yaitu modal yang berasal dari perusahaan itu sendiri dan modal yang berasal dari luar perusahaan. Perusahaan akan menggunakan modal dari luar perusahaan, hanya apabila modal dari perusahaan tidak cukup. Biasanya modal dari luar perusahaan tersebut adalah berupa hutang.

Penggunaan hutang yang besar, menandakan beban yang ditanggung perusahaan semakin besar pula. Dengan begitu akan menimbulkan risiko finansial, perusahaan tidak mampu membayar angsuran maupun beban bunga dari hutang. Oleh karena itu para manajer keuangan diharapkan harus berhati-hati dalam menentukan struktur modal perusahaan, agar nantinya keputusan yang diambil dapat meningkatkan nilai perusahaan. Adanya penambahan hutang di dalam struktur modal, akan mengurangi biaya keagenan ekuitas (Crutchley dan Hansen, 1989 dalam Sari, 2015).

2. METODE

1) Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini, adalah semua perusahaan manufaktur yang tergabung dalam *Daftar Efek Syariah* tahun 2012-2016. Teknik pengambilan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- a. Perusahaan yang terdaftar di *Daftar Efek Syariah*.
- b. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan selama kurun waktu 2012-2016.
- c. Perusahaan manufaktur
- d. Perusahaan yang mempunyai data laporan keuangan perusahaan secara lengkap.

2) Definisi Operasional Variabel

a. Variabel dependen

Variable dependen adalah variable yang memberikan respon jika dihubungkan dengan variable bebas (Sarwono, 2006:38). Variable dependen yang digunakan adalah nilai perusahaan yang diproksikan Tobin's Q.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{ME + Debt}{TA}$$

Keterangan:

ME : Nilai pasar ekuitas

TA : Total Aset

Debt : Total Hutang

b. Variabel Independen

a) Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Diyah dan Erman, 2009 dalam Permanasari, 2010). Perhitungan ini juga pernah dilakukan oleh Sari (2015):

$$KM = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki komisaris dan manajemen}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

b) Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh pihak investor institusional yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak investor institusional (Apriada, 2013). Perhitungan ini juga pernah diteliti oleh Asmawati dan Amanah (2013):

$$KI = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{total saham beredar}}$$

c. Variabel Intervening

Tipe variabel yang mempengaruhi variabel independen dengan variabel-variabel dependen menjadi hubungan yang tidak langsung. Dalam penelitian ini struktur modal diproksikan *Debt to Equity Ratio (DER)*, berikut adalah rumus dari DER:

$$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{total ekuitas}}$$

3. PEMBAHASAN

a. Deskripsi Sampel

Hasil seleksi sampel dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, dengan jumlah sampel penelitian dalam penelitian yang digunakan yaitu berjumlah 128, pada perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah periode 2012-2016.

Jumlah Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Populasi	365
Perusahaan yang tidak ada data kepemilikan manajerial	(200)
Perusahaan yang tidak ada data kepemilikan institusional	(25)
Data outlier	(12)
Jumlah	128

Sumber: Hasil Analisis, 2017

b. Statistik Deskriptif

Berikut ini merupakan hasil statistic deksriptif untuk masing-masing variabel

Hasil Perhitungan Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Struktur Modal	128	0.04	4.65	0.8385	0.67137
Nilai Perusahaan	128	-0.48325	8.469737	3.187334	1.314439
Kepemilikan Manajerial	128	0.000001	0.894444	0.082350	0.134346
Kepemilikan Institusional	128	0.019636	0.980011	0.672166	0.185706
Valid N (listwise)	128				

Sumber: Hasil Olah data, 2017

Struktur modal adalah proporsi hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Hasil perhitungan struktur modal diatas dapat dilihat rata-rata struktur modal manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah sebesar 0.8385. Nilai struktur modal terendah adalah sebesar 0.04. Untuk nilai struktur modal tertinggi yaitu sebesar 4.65 dan standart deviationnya adalah 0.67137.

Nilai perusahaan adalah kondisi tertentu dan telah dicapai oleh suatu perusahaan, yang merupakan bentuk kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui proses beberapa tahun sejak perusahaan itu berdiri hingga saat ini. Nilai rata-rata perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah yaitu sebesar 3.18733. untuk nilai perusahaan terendah yaitu -0.48325 dan nilai perusahaan tertinggi sebesar 8.46973. Untuk standart deviationnya adalah 1.314439.

Kepemilikan manajerial persentase suara yang berhubungan dengan saham yang dimiliki oleh manajaer dan komisaris dalam perusahaan dan dianggap mampu mengurangi masalah keagenan. Hasil perhitungan table diatas menunjukkan nilai rata-rata kepemilikan manajerial sebesar 0.082350, dan untuk nilai terendah dari

kepemilikan manajerial sebesar 0.000001. Nilai tertinggi kepemilikan manajerial dan standart deviation yaitu sebesar 0.894444 dan 0.1344346.

Kepemilikan institusional yaitu suatu proporsi kepemilikan yang dimiliki oleh investor institusi seperti perusahaan asuransi, bank, dan kepemilikan institusi lainnya. Nilai rata-rata dari kepemilikan institusional yaitu sebesar 0.672166. untuk nilai terendah dan tertinggi dari kepemilikan institusional adalah 0.019636 dan 0.980011. Dan untuk standart deviation sebesar 0.185706.

c. Uji Asumsi Klasik

a) Uji Normalitas

Dalam penelitian ini metode yang digunakan adalah *Kolmogorov-Smirnov*. Apabila signifikasi (Sig.) lebih besar dari signifikasi 0.05 (sig>0.05), maka data tersebut dinyatakan berdistribusi normal.

One Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Model	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	<i>Asymp.Sig.</i>	Keterangan
1	1.294	0.070	Normal
2	1.300	0.068	Normal

Sumber: Hasil olah data 2017

b) Uji Heteroskedastisitas

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	R²
1	0.010
2	0.237

Sumber: Hasil olah data 2017

Model pertama hasil uji heteroskedastisitas perusahaan yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah, diperoleh nilai R² sebesar 0.010 dan N dalam penelitian ini yaitu 128. Maka diketahui X^2_{hitung} ($0.010 \times 128 = 1.28$) dan X^2_{tabel} yaitu sebesar 155.045. Maka dapat disimpulkan $X^2_{hitung} < X^2_{tabel}$ ($1,28 < 155.045$), jadi data yang digunakan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model pertama.

Hasil uji heteroskedastisitas untuk model kedua diperoleh nilai R² sebesar 0.237, maka diperoleh X^2_{hitung} ($0.237 \times 128 = 30.336$) dan X^2_{tabel} yaitu sebesar 155.045. Oleh karena itu dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model kedua.

c) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada saat periode t-

1 (Ghozali, 2011). Uji autokorelasi penelitian ini menggunakan metode *Durbin-Watson* (DW).

Dalam penelitian ini, ditemukan gejala autokorelasi dengan nilai *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan pertama dan kedua sebesar 0.641 dan 0.707. Hasil tersebut terletak dibawah 1.5 dan menandakan terdapat gejala autokorelasi. Maka dari dilakukan perbaikan autokorelasi dengan menggunakan metode *the Cochrane Orcutt two step procedure* sesuai dengan langkah dalam Ghozali (2011).

Hasil uji autokorelasi setelah perbaikan untuk model pertama, diperoleh nilai *Durbin-Watson* (DW) sebesar 1.732, dimana nilai ini terletak diantara 1.5 sampai 2.5. Maka dari itu dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi pertama.

Model kedua, diperoleh nilai *Durbin-Watson* (DW) sebesar 2.205. nilai ini terletak diantara 1.5 sampai 2.5, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi kedua.

d) Uji Multikolinieritas

Hasil Uji Multikolinieritas					
Variabel	Model Pertama		Model Kedua		Keterangan
	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF	
Kepemilikan Manajerial	0.652	1.533	0.933	1.072	Terbebas dari multikolinieritas
Kepemilikan Institusional	0.652	1.533	0.641	1.561	Terbebas dari multikolinieritas
Struktur Modal			0.645	1.551	Terbebas dari multikolinieritas

Sumber: Hasil olah data 2017

Dari hasil uji multikolinieritas dapat dilihat bahwa semua variabel yang memiliki nilai *tolerance* mendekati 1 dan nilai VIF kurang dari 10. Maka dari itu dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas.

e) Analisis Regresi Linier Berganda

Berdasarkan dari hasil analisis regresi berganda dengan menggunakan program SPSS, maka diperoleh hasil regresi sebagai berikut:

Variabel	Hasil Pengujian Regresi Linier							
	Model 1				Model 2			
	B	Beta	t	Sig	B	Beta	t	Sig
Constant	0.587		1.999	0.048	3.239		3.511	0.001
KM	-0.801	-0.160	-1.499	0.136	-3.945	-0.390	-3.395	0.000
KI	0.472	0.131	1.221	0.224	-3.945	-0.453	-3.336	0.000
SM					0.394	0.081	1.508	0.134
NP								
F		4.520				6.910		
Sig		0.013				0.000		
R ²		0.067				0.154		

Sumber: Hasil olah data 2017

Berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda pada perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah tahun 2012-2016:

Model Pertama

$$Z = 0.587 - 0.801X_1 + 0.472X_2 + e$$

a) Persamaan regresi diatas dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai konstanta (β_0) sebesar 0.587, yang berarti bahwa jika variabel-variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, kemudian diasumsikan konstant, maka struktur modal akan mengalami kenaikan sebesar 0.587.
2. Koefisien regresi kepemilikan manajerial (X_1) sebesar -0.801 dengan nilai negatif, yang berarti kepemilikan manajerial mengalami peningkatan sebesar 1, maka akan diikuti penurunan struktur modal sebesar -0.801 dengan asumsi nilai koefisien variabel independen lainnya tetap atau sama dengan nol.
3. Koefisien regresi kepemilikan institusional (X_2) sebesar 0.472 dengan nilai positif, yang berarti bahwa jika kepemilikan institusional mengalami peningkatan sebesar 1 maka akan diikuti kenaikan struktur modal sebesar 0.472 dengan asumsi nilai koefisien variabel independen lainnya tetap atau sama dengan nol.

b) Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Dari hasil regresi diperoleh nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.067 (6,7%). Ini berarti kontribusi variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mampu mempengaruhi variabel dependen yaitu struktur modal sebesar 6.7% sedangkan sisanya 93.3% dijelaskan oleh factor lain diluar model.

c) Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Berdasarkan dari hasil uji F, diperoleh nilai F sebesar 4.520 dengan tingkat signifikansi 0.000. Karena tingkat signifikansi 0.013 lebih kecil dari 0.05 maka hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal, pada perusahaan yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah tahun 2012-2016. Ini berarti model yang digunakan adalah tepat atau fit.

d) Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam model pertama ini, diperoleh hasil sebagai berikut:

- Kepemilikan manajerial memiliki nilai t hitung sebesar -1.499 dengan tingkat signifikansi 0.136. Karena nilai signifikansi 0.136 lebih besar dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
- Kepemilikan institusional diperoleh t hitung sebesar 1.221 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.224. karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Model kedua

$$Y = 3.239 - 6.139X_1 - 3.945X_2 + 0.394Z + e$$

a) Persamaan regresi diatas dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai konstanta (β_0) sebesar 3.239, yang berarti bahwa jika variabel-variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan struktur modal kemudian diasumsikan konstant, maka nilai perusahaan akan mengalami kenaikan sebesar 3.239.
2. Koefisien regresi kepemilikan manajerial (X_1) sebesar -6.139 dengan nilai negatif, yang berarti kepemilikan manajerial mengalami peningkatan sebesar 1, maka akan diikuti penurunan nilai perusahaan sebesar -6.139 dengan asumsi nilai koefisien variabel independen lainnya tetap atau sama dengan nol.
3. Koefisien regresi kepemilikan institusional (X_2) sebesar -3.945 dengan nilai negatif, yang berarti bahwa jika kepemilikan institusional mengalami peningkatan sebesar 1 maka akan diikuti penurunan nilai perusahaan sebesar -3.945 dengan asumsi nilai koefisien variabel independen lainnya tetap atau sama dengan nol.
4. Koefisien regresi struktur modal (Z) sebesar 0.394 dengan nilai positif, yang berarti bahwa jika struktur modal mengalami peningkatan sebesar 1 maka akan diikuti peningkatan nilai perusahaan sebesar 0.394 dengan asumsi nilai koefisien variabel independen lainnya tetap atau sama dengan nol.

b) Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Dari hasil regresi diperoleh nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.153 (15,3%). Ini berarti kontribusi variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan struktur modal mampu mempengaruhi variabel dependen yaitu nilai perusahaan sebesar 15.4%, sedangkan sisanya 84.7% dijelaskan oleh factor lain diluar model.

c) Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Berdasarkan dari hasil uji F, diperoleh nilai F sebesar 6.910 dengan tingkat signifikansi 0.001. Karena tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari 0.05 maka hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan struktur modal secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, pada perusahaan yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah tahun 2012-2016. Ini berarti model yang digunakan adalah tepat atau fit.

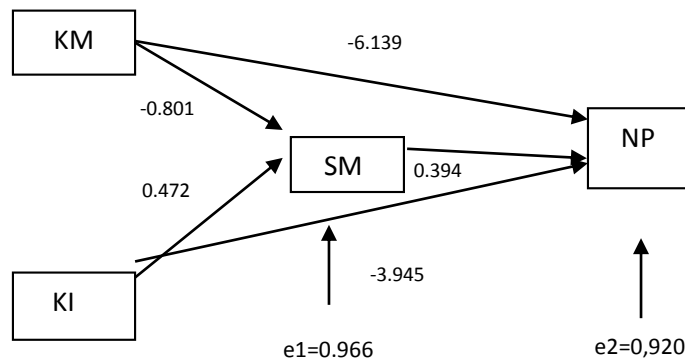
d) Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam model kedua diperoleh hasil pengujian secara parsial sebagai berikut:

- Kepemilikan manajerial memiliki nilai t hitung sebesar -3.935 dengan tingkat signifikansi 0.000. Karena nilai signifikansi 0.000 lebih kecil dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
- Kepemilikan institusional diperoleh t hitung sebesar -3.336 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05, maka disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

- Struktur modal diperoleh t hitung sebesar 1.508 dengan nilai signifikansi 0.134. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

f) Pengujian Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung (Uji Intervening)



Besarnya nilai error pada masing-masing pengaruh variabel independen terhadap dependen di dapat melalui perhitungan sebagai berikut

$$e1 = \sqrt{(1 - 0,067)} = 0,966$$

$$e2 = \sqrt{(1 - 0,153)} = 0,920$$

1) Pengaruh tidak langsung

Kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal = $-0.801 \times 0.394 = -0.316$

Kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal = $0.472 \times 0.394 = 0.186$

Untuk mengetahui pengaruh tak langsung atau mediasi dapat ditunjukan dengan hasil perkalian koefisien dengan menggunakan sobel test sebagai berikut:

- Mencari standard error dari koefisien *indirect effect* (Sp1p3) – kepemilikan manajerial ke nilai perusahaan melalui struktur modal sebagai variable intervening:

$$\begin{aligned}
 &= \sqrt{p3^2 Sp1^2 + p1^2 Sp3^2 + Sp1^2 Sp3^2} \\
 &= \sqrt{(0.394)^2 (0.534)^2 + (-0.801)^2 (0.261)^2 + (0.534)^2 (0.261)^2} \\
 &= \sqrt{(0.155)(0.285) + (0.642)(0.068) + (0.0285)(0.068)} \\
 &= \sqrt{0.044 + 0.044 + 0.019} \\
 &= \sqrt{0.107} \\
 &= \mathbf{0.327}
 \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil Sp1p3 diatas, dapat dihitung nilai t statistic atau nilai t hitungnya, yaitu dengan cara:

$$\begin{aligned}
 &= \frac{p1p3}{sp1sp3} \\
 &= \frac{0 - 0.801 \times 0.394}{(0.534)(0.261)} \\
 &= \frac{-0.316}{0.139} = -2.270
 \end{aligned}$$

- Mencari standard error dari koefisien *indirect effect* (Sp1p3) – kepemilikan institusional ke nilai perusahaan melalui struktur modal sebagai variable intervening:

$$\begin{aligned}
 &= \sqrt{p3^2 Sp1^2 + p1^2 Sp3^2 + Sp1^2 Sp3^2} \\
 &= \sqrt{(0.394)^2 (0.387)^2 + (0.472)^2 (0.261)^2 + (0.387)^2 (0.261)^2} \\
 &= \sqrt{(0.155)(0.149) + (0.223)(0.068) + (0.149)(0.068)} \\
 &= \sqrt{0.023 + 0.015 + 0.010} \\
 &= \sqrt{0.040} \\
 &= \mathbf{0.219}
 \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil Sp1p3 diatas, dapat dihitung nilai t statistic atau nilai t hitungnya, yaitu dengan cara:

$$\begin{aligned}
 &= \frac{p1p3}{sp1sp3} \\
 &= \frac{0.472 \times 0.394}{(0.387)(0.261)} \\
 &= \frac{0.185}{0.101} = 1.831
 \end{aligned}$$

Berikut ini adalah pembahasan dari penelitian ini:

1. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal
Hasil pengujian kepemilikan manajerial terhadap struktur modal, diperoleh t hitung sebesar -.1499 dengan signifikasi sebesar 0.136. Dapat dilihat bahwa nilai signifikasi lebih besar dari 0.05, maka H1 ditolak, karena hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nanda dan Retnani (2017) yang menyatakan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan dari hasil penelitian ini, manajer menunjukkan bahwa pihak manajemen ternyata lebih berhati-hati dalam menentukan sumber pendanaan. Bahkan ada kecenderungan bahwa pihak manajemen akan lebih memilih menghindari sumber pendanaan terutama melalui hutang. Hal ini dikarenakan dengan adanya hutang, maka pihak manajemen juga akan ikut menanggung resiko dari penggunaan hutang tersebut. Maka dapat dengan tingginya kepemilikan manajerial akan menurunkan strktur modal.
2. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal
Hasil pengujian pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal adalah t hitung sebesar 1.221 dan dengan signifikasi sebesar 0.224. Karena nilai signifikasi lebih besar dari 0.05 maka disimpulkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal dan H2 ditolak. Berdasarkan hasil penelitian ini, pengaruh tidak signifikan kepemilikan institusional terhadap struktur modal menandakan bahwa investor institusi tidak hanya sebatas mengawasi kegiatan atau tindakan pihak manajemen, tetapi juga berperan aktif dalam pengambilan keputusan yang berhubungan dengan hutang. Dan investor institusi memiliki kecenderungan lebih memilih menggunakan dana internalnya dari pada dana eksternal dalam melakukan kegiatan operasional perusahaan. Jadi investor institusi lebih memilih menghindari hutang, untuk menghindari tingkat resiko yang ditimbulkan oleh hutang. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kurniawan Vito dan Rahardjo Shddiq (2014).
3. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan
Berdasarkan hasil uji parsial (uji t), diketahui struktur modal tidak berpengaruh

terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0.134 dengan nilai t hitung sebesar 1.508. Maka dari itu disimpulkan bahwa H4 dalam penelitian ini ditolak, karena struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa bagi perusahaan penggunaan hutang maupun modal sendiri tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan ini sejalan dengan yang diungkapkan oleh Menurut Modigliani dan Miller's (1958). Ketika perusahaan menentukan proporsi untuk hutang dan equity untuk pembiayaan asetnya selanjutnya ditawarkan kepada investor. Disini diasumsikan investor dan perusahaan memiliki akses yang sama terhadap struktur keuangan sehingga dapat membuat proporsi hutang maupun equitas. Jadi artinya siapapun baik investor ataupun perusahaan saat melakukan keputusan financial ataupun yang berhubungan dengan struktur modal, tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Agung (2014).

4. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan
 Dari hasil uji parsial (uji t), diketahui kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0.000 dengan nilai t hitung sebesar -3.935. Maka dari itu disimpulkan bahwa H4 dalam penelitian ini ditolak. Berdasarkan hasil pengujian diatas, berpengaruhnya kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan akan menurunkan nilai perusahaan. Artinya disini masih rendahnya kepemilikan manajerial perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah tahun 2012-2016. Tentunya dengan kepemilikan manajerial yang masih rendah, yaitu rata-rata sebesar 8.02%, memicu tindakan *oportunistik* yang dilakukan oleh pihak manajemen atau memicu tindakan lebih mementingkan kepentingan pribadi dari pada kepentingan pemilik. Tentunya hal ini akan memberikan sinyal negatif bagi investor, karena dengan tindakan pihak manajemen yang lebih mementingkan kepentingan pribadi tentunya akan menurunkan nilai perusahaan. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistianingsih (2016) dan Rahma (2014).
5. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan
 Berdasarkan hasil uji parsial (uji t), diketahui kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0.001 dengan nilai t hitung sebesar -3.336. Maka dari itu disimpulkan bahwa H5 dalam penelitian ini ditolak. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Octavia (2017), Hamidah (2015), Nurmasari (2015), Rahma (2014) dan Sukirni (2012) yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. berdasarkan dari hasil t hitung, ternyata adanya kepemilikan institusional bukannya menaikkan nilai perusahaan, akan tetapi sebaliknya. Semakin tinggi nilai kepemilikan institusional, akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan, berdasarkan penelitian ini walaupun kepemilikan institusional dipandang memiliki kemampuan yang efektif dalam mengawasi kinerja ataupun kegiatan manajemen. Perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah memiliki kepemilikan institusional berdasarkan deskriptif memiliki rata-rata sebesar 67.2%. Karena merupakan pemilik mayoritas, investor institusional cenderung berpihak kepada manajemen dan lebih mendahulukan kepentingannya dari pada kepentingan pemilik. Ini dapat menjadi sinyal negatif bagi para investor.
6. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal
 Dari hasil analisis regresi diatas, diketahui bahwa struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Ini dapat dilihat dari hasil nilai koefisien regresi sebesar 0.327 dan nilai t hitung -2.270. Kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur dalam penelitian ini, secara deskriptif memiliki rata-rata

sebesar 8.02%, dimana pemilik saham mayoritas masih berpengaruh lebih besar dalam pengambilan keputusan manajemen. Salah satunya adalah keputusan yang berhubungan dengan struktur modal. Sehingga struktur modal tidak memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Selain karena pemilik mayoritas masih berpengaruh lebih besar dalam pengambilan keputusan, alasan lain yaitu untuk tergabung dalam Daftar Efek Syariah salah satu syaratnya total hutang terhadap ekuitas tidak lebih dari 45%. Ini sesuai yang dinyatakan oleh M. Hanafi (2011). Jadi baik perusahaan maupun pihak manajemen tidak selalu memperhatikan struktur modal terutama hutang, total asset lebih besar dan dipandang tidak mengancam perusahaan dengan adanya hutang tersebut.

7. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal
Hasil pengolahan analisis regresi diatas, struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien sebesar 0.219 dan nilai t hitung sebesar 1.831. Kepemilikan institusional dapat memonitor kinerja manajemen yang nantinya akan menaikkan nilai perusahaan. Akan tetapi didalam perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah tahun 2012-2016, investor institusional lebih cenderung berkerja sama dengan pihak manajemen yang dimana lebih mementingkan kepentingan mereka dibandingkan dengan kepentingan pemilik. Investor institusional perusahaan manufaktur dalam penelitian ini, lebih berkonsentrasi pada penanaman modal dan tidak terlibat dalam pengambilan keputusan termasuk keputusan yang berhubungan dengan struktur modal. Investor tidak melihat struktur modal dalam menilai suatu perusahaan.

4. PENUTUP

Berdasarkan dari hasil penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening, dapat disimpulkan sebagai berikut:

Model Pertama

1. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang tergabung di Daftar Efek Syariah. Maka disimpulkan H1 dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal ditolak.
2. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang tergabung di Daftar Efek Syariah. Maka disimpulkan H2 dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal ditolak.

Model Kedua

1. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tergabung di Daftar Efek Syariah. Maka disimpulkan H3 dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak.
2. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tergabung di Daftar Efek Syariah. Maka disimpulkan H4 dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak.
3. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tergabung di Daftar Efek Syariah. Maka disimpulkan H5 dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak.

4. Hasil pengujian variabel intervening dalam penelitian ini menunjukkan bahwa sturtur modal tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu H6a dan H6b dalam penelitian ini ditolak.

DAFTAR PUSTAKA

- Agung, Budiatmo. 2014. "Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Studi Kasus Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di BEJ Tahun 2008-2011". *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis FISIP*. Universitas Diponegoro, Semarang. Vol. 13.No 1.
- Apriada, Kadek. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan. *Tesis*. Universitas Udayana, Denpasar.
- Asmawati, dan Amanah Lailatul.2013. Pengaruh Struktture Kepemilikan, Keputusan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan: Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA), Surabaya.
- Bernandhi, Riza. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional,Kebijakan Dividen, *Leverage* Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Borolla, Johanis Darwin.2011.Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Prestasi*. Universitas Pattimura Ambon. Vol. 7, No. 1.
- Bouckova, Marketa.2015.Management Accounting and Agency Theory. *Procedia Economics and Finance Journal*. University of Economics, Prague, Departement of Management Accounting, Czech Republic.
- Brigham, dan Houston, 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi Sepuluh*., Penerbit Salemba Empat, Jilid I, Jakarta.
- Brighman dan Houtson.2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 1 (Edisi 11)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Bukit, Rina Br. 2012. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas: Analisis Data Panel Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*. Universitas Sumatera Utara, Vol. 4, No. 3.
- Diyah Pujiati dan Erman Widanar. 2009. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening." *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi Ventura*. Vol. 12. No.1, hal. 71-86.
- Fernando, Chitru S, et. al.2012. Institutional Ownership, Analyst Following, And Share Prices. *Journal of Banking & Finance*. University of Oklahoma, Norman, Unites States.
- Fitriyah, Fury K, Dina Hidayat. 2011. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang. *Media Riset Akuntansi*. Vol 1, No 1.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hamidah, Cut. 2015. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Kualitas Laba Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Transportasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*. Universitas Serambi Mekkah Banda Aceh.
- Hamidy, Rahman Rusdi, Dkk. 2015. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti

- dan *Real Estate* Di Bursa Efek Indonesia. *E-jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Universitas Udayana, Bali.
- Jensen, Michael C dan W.H. Meckling.1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3.hal 305-360.
- Kurniawan Vito Janitra dan Rahardjo Shiddiq Nur. 2014. “Pengaruh Antara Tata Kelola Perusahaan (*Corporate Governance*) dengan Struktur Modal Perusahaan”. *Diponegoro Journal of Accounting*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Martono dan Agus Harjito. 2010. *Manajemen Keuangan (edisi 3)*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Margaretha, Farah, dan Ramadhan Aditya Rizky.2010.Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Universitas Trisakti.
- M. Hanafi, Syafiq. 2011. “Perbandingan Kriteria Syariah Pada Indeks Saham Syariah di Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones”. *Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum*.
- Nana Widya dan Retnani Dwi Endang. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 6 No 3. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA), Surabaya.
- Nirmala, Aulia, dkk. 2016. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia (Prespektif *Pecking Order Theory*). *Jurnal Aplikasi Manajemen (JAM)*. Vol 14 No. 3. Universitas Brawijaya.
- Octavia Sally Malva. 2017. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2009-2015). *Artikel Ilmiah*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya.
- Primadhany, Risty.2016. Pengaruh Struktire Kepemilikan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Tercatat Di BEI Periode 2010-2014. *Jurnal Ilmu Manajemen*. Universitas Negeri Surabaya, Surabaya. Vol. 4, No.3.
- Rahayu, Dyah Sih. 2005. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial Dan Institusional Pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, Universitas Diponegoro, Semarang. Vol. 1, No. 2, Hal 181-197.
- Rahma, Alfiarti. 2014. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012). *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol 23. No 2.
- Rohimah, Siti. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Kosmetik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Artikel*. Universitas Komputer Indonesia, Bandung.
- Sansoethan, Dithya Kusuma dan Suryono Bambang.2016.Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan dan Minuman. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonsia (STIESIA), Surabaya.
- Sari, Fitriana Warap. 2015. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Pemoderasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. STESIA, Surabaya. Vol. 4, No. 8.
- Sukirni, Dwi. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Kebijakan Utang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan, *Accounting Analysis Journal*, Universitas Negeri Semarang, Vol. 2, No. 1, Hal. 1-12.